

West Africa Rating Agency

Analyse

www.rating-africa.org

Mars 2014

Table des matières

Notations	1
Evolution de la notation de long terme	1
Résumé	1
Perspective	3
Analyse des Facteurs de Notation Intrinsèque	4
Facteurs environnementaux	4
Environnement macroéconomique	4
Environnement opérationnel	5
Environnement sectoriel	5
Facteurs qualitatifs	6
Produits – Distribution - Marque	6
Gouvernance et Management	7
Positionnement concurrentiel	8
Facteurs quantitatifs	9
Rentabilité	9
Liquidité	11
Flexibilité financière	11
Carte des Scores	13
Facteurs de Support Externe	15
Données financières et ratios	16
Les autres publications de WARA	20

Analyste principal Fabien PAQUET Tél: +225 57 27 38 09

Email: fabien.paquet@rating-africa.org

Analyste support Ahmed DURAN Tél: Tél: +33 6 86 14 97 78

Email: ahmed.duran@rating-africa.org

ONATEL

Burkina Faso

BBB-/Stable/w-4

Notations

Echelle	Régionale	Internationale
Méthodologie	Corporate	Corporate
Notation de long terme	BBB-	iB
Perspective	Stable	Stable
Notation de court terme	w-4	iw-6
Surveillance	Non	Non

Evolution de la notation de long terme

Première notation assignée à ONATEL en mars 2014.

Résumé

La notation de long terme d'ONATEL est 'BBB-' en devise régionale, soit deux crans en-dessous du plafond souverain burkinabè

WARA a assigné à ONATEL une notation de long terme en devise régionale équivalente à 'BBB-'. Cette notation se situe deux crans en-dessous du plafond souverain burkinabè, lequel s'établit –selon WARA– à 'BBB+'. WARA a aussi assigné à ONATEL une notation de court terme de 'w-4'. La perspective attachée à cette notation est stable.

A titre de référence, les notations en devises internationales que WARA assigne à ONATEL sont : iB/Stable/iw-6.

La notation intrinsèque d'ONATEL, indépendamment de tout facteur de support externe, est de 'BBB-' selon WARA, ce qui équivaut à un score pondéré total de 3.38/6.00, incluant un ajustement conservateur supplémentaire à la carte des scores de +5%, pour refléter l'importance du risque social, du risque réglementaire et fiscal, et surtout l'entrée potentielle d'un 4^{ème} opérateur mobile qui transformerait le marché.

La notation de long terme en devise locale d'ONATEL (BBB-) ne bénéficie d'aucun cran de support externe. WARA estime en effet que la volonté de soutien financier de son actionnaire majoritaire Maroc Télécom est faible; cependant, le soutien opérationnel que le Groupe apporte à ONATEL au quotidien est intégré directement dans la carte des scores d'ONATEL.

La notation intrinsèque d'ONATEL (BBB-) s'appuie essentiellement sur les facteurs suivants:

Points forts

- Une activité générant une forte rentabilité, ce qui permet à ONATEL de dégager une capacité d'autofinancement confortable pour financer une partie de ses investissements, assainir sa situation financière et distribuer des dividendes.
- Le soutien opérationnel au quotidien de Maroc Télécom, qui apporte à ONATEL une vision claire sur le renforcement de sa compétitivité et sur les chantiers à mettre en place pour atteindre ses objectifs.
- Une expertise avérée sur le marché des services de télécommunication, issue de son statut d'opérateur historique. La société est propriétaire des lignes fixes du pays et ses infrastructures procurent la meilleure couverture réseau du territoire burkinabè.

Points faibles

- ONATEL est un opérateur domestique, dont l'activité est naturellement concentrée, ce qui la place en situation de vulnérabilité vis-à-vis des enjeux macroéconomiques du Burkina Faso, notamment vis-à-vis d'un risque social qui a déjà par le passé fragilisé l'activité d'ONATEL.
- Un héritage du passé d'ONATEL en tant que société publique lourd à porter : i) une image et des infrastructures vieillissantes qui nécessitent des investissements d'entretien et de modernisation ; ii) un état de sureffectif dont la résorption demandera du temps ; et iii) une mission de service public imposée par le régulateur pour continuer de fournir à la population burkinabè les services de téléphonie fixe sur tout le territoire, et ce malgré sa faible utilisation et le caractère déficitaire de cette activité.
- Un environnement réglementaire et fiscal instable qui ponctionne régulièrement les résultats des opérateurs télécoms du Burkina Faso. De nouvelles taxes sont régulièrement imposées aux opérateurs, et des amendes sont prélevées pour le non-respect d'un cahier des charges perçu comme très strict.

Perspective

La perspective attachée à la notation d'ONATEL est **stable**. WARA justifie cette perspective stable par le fait que les forces concurrentielles du secteur des services de télécommunication au Burkina Faso sont déjà très intenses et que, même si un 4^{ème} opérateur fait son entrée sur le marché, ONATEL devrait y conserver une place prépondérante.

Une amélioration de la notation d'ONATEL est tributaire: i) d'une amélioration de la notation du Burkina Faso, ce qui paraît peu probable à court terme ; ii) du gain significatif et durable de parts de marché dans la téléphonie mobile pour creuser l'écart avec la concurrence ; iii) de la modernisation des infrastructures pour améliorer sensiblement la qualité du réseau ; iv) de la réduction du déficit de l'activité fixe, notamment par l'action combinée d'un développement de cette partie du chiffre d'affaires et par une réduction des charges de personnel ; et v) d'une amélioration des délais de recouvrement des créances clients.

Une détérioration de la notation d'ONATEL serait la conséquence: i) d'une détérioration significative et durable des résultats d'ONATEL par une baisse de sa part de marché et de son chiffre d'affaires dans le cas où un 4^{ème} opérateur entrerait sur le marché ; ii) d'une matérialisation du risque social ou politique au Burkina Faso, ce qui pourrait durablement fragiliser l'économie nationale et l'activité d'ONATEL ; ou iii) de l'augmentation de la pression juridique et fiscale qui pourrait mettre en péril l'activité d'ONATEL.

A titre de référence, WARA estime que la probabilité d'occurrence des scénarios favorables est égale à celle des scénarios défavorables à moyen terme, ce qui signifie en d'autres termes que la notation actuelle d'ONATEL contient autant de possibilités de rehaussement que de risques d'abaissement.

Analyse des Facteurs de Notation Intrinsèque

Facteurs environnementaux

Environnement macroéconomique

L'environnement macroéconomique burkinabè est perturbé par des contraintes exogènes et endogènes

Le plafond national de WARA pour le Burkina Faso est actuellement 'BBB+'. Le Burkina Faso souffre en effet d'une forte tension sociale alimentée par d'importants écarts de revenus et une grande pauvreté, de nature à décourager les investisseurs étrangers. La situation politique reste instable et marquée par un risque de conflit dans l'hypothèse où le Président de la République envisagerait de briguer un cinquième mandat, nécessitant une modification de la Constitution.

La croissance du PIB devrait s'élever autour de 6,9% et 7,2% respectivement en 2013 et 2014, ce qui favoriserait l'investissement public. Les perspectives du secteur primaire seront en 2013 grandement impactées par l'apport attendu du développement du modèle agricole avec l'introduction de l'irrigation et le rebond de la production aurifère. Le secteur secondaire, connait un début d'industrialisation de même que le secteur tertiaire, notamment les télécommunications et les banques, tiré par le secteur minier. La hausse des revenus fiscaux favorisera les dépenses d'investissements publics et la création de multiples opportunités d'emplois, vecteurs d'apaisement social.

Le Burkina Faso se caractérise par un faible taux de compétitivité, tant en prix qu'hors prix. Faute d'avantages comparatifs clairement identifiés, le Burkina Faso ne constitue pas un territoire attractif pour les investissements directs étrangers privés. Les infrastructures, condition sine qua non d'une croissance saine et soutenable à long terme, y sont faibles, notamment en matière d'énergie, un secteur inefficace dont la réforme tarde à aboutir.

Les comptes externes bénéficieront de l'apport des exportations d'or soutenues par la production naissante. Cependant, il est à prévoir que les cours mondiaux de l'or connaitront une baisse significative sur la période 2013-2014 et s'évalueront en moyenne autour de 1,460\$ l'once (à comparer au niveau historique de 1,669\$ en 2012). Bien que le taux de croissance des exportations soit modéré, la forte production aurifère compensera le faible niveau des prix. Par ailleurs, les cours mondiaux de coton resteront considérablement en-dessous de leur sommet de 2011, mais les recettes d'exportation seront stimulées par une progression continue de la production. La tendance des importations de biens d'équipement est à la hausse, tout comme celle des investissements publics et privés dans l'infrastructure et les projets miniers. L'excédent dans des transferts tourne autour de 4% du PIB en 2013, illustrant ainsi le soutien continu des bailleurs pour ce pays. De manière globale, le déficit de compte courant se porte à 6,9 % du PIB en 2012 contre 5,1 % du PIB en 2013; il est prévu à 4,8 % du PIB en 2014. Ces déficits devraient être financés par les afflux d'investissement directs étrangers notamment pour le secteur minier et des prêts concessionnels de prêteurs multilatéraux. Enfin, l'inflation accuse une tendance baissière pour se situer à 2,6% en 2013 puis à 2,3% pour les prévisions de 2014.

Environnement opérationnel

Le secteur des télécommunications est stratégique pour l'économie burkinabè mais il souffre de la qualité médiocre de ses infrastructures

Statistiquement le premier contributeur à la formation du PIB au Burkina Faso (44,9%), le secteur tertiaire est principalement tiré par les télécommunications qui affichent une forte croissance. Les principales réformes institutionnelles sont à l'origine de cette progression. La libéralisation du marché en 2000 et l'ouverture aux capitaux privés ont joué un rôle déterminant, et ont permis d'améliorer sensiblement les infrastructures de télécommunications. En effet, la privatisation de l'opérateur national ONATEL en décembre 2006, et l'attribution de licences de téléphonie mobile en 2000 à deux autres opérateurs privés se sont traduits par i) une hausse de la qualité et de la diversité des services, et ii) une baisse des prix au travers d'une concurrence accrue. Un quatrième opérateur était prévu à l'origine pour la fin de 2010. Ainsi, l'offre de produits Internet s'est améliorée avec le lancement de services ADSL. Le Burkina Faso est connecté par fibre optique à la Côte d'Ivoire, au Mali, au Sénégal (via le Mali), au Togo, au Bénin, au Ghana et au Niger. Par ailleurs, Maroc Télécom, actionnaire de référence d'ONATEL, a démarré un chantier fibre optique « transafricain » reliant le Maroc à ses filiales au Burkina Faso, Mali et Mauritanie et qui permettra d'améliorer la connectivité des pays de la région, d'assurer la sécurisation du trafic des télécommunications et de répondre à la forte croissance des besoins en haut débit.

Cependant, la qualité actuelle du réseau fixe est médiocre. Le succès de la téléphonie mobile est révélateur de la qualité médiocre du service du réseau fixe. Sur l'ensemble du réseau de télécommunications, il est fréquent de constater des coupures longues et récurrentes. Ceci est dû en premier lieu à la vétusté et aux besoins d'investissements supplémentaires, notamment pour faire passer les lignes sur la fibre optique. De plus, des facteurs exogènes comme les actes de vandalisme réguliers sur les lignes fragilisent la qualité du service.

Le Burkina Faso bénéficie du projet régional des infrastructures de communications de l'Afrique de l'ouest (PRICAO), un projet d'appui (par soutien financier) de la Banque Mondiale au Burkina Faso. PRICAO a démarré en 2012 et s'étend jusqu'en 2016 ; le projet a pour objectif d'accroître la portée géographique des réseaux large bande, de baisser les coûts et d'améliorer la qualité de la connectivité régionale et internationale.

WARA note que l'environnement réglementaire du marché des télécommunications, dont le régulateur est l'ARCEP, est juridiquement et fiscalement très instable. Ceci impacte négativement la notation d'ONATEL par WARA puisque les pressions fiscales sont de plus en plus fortes et qu'aucune stabilité réglementaire ne perdure. Les opérateurs télécoms se sont notamment vu imposer, dans le cadre de la loi de finances 2014, une nouvelle taxe qui portera sur 5% de leur chiffre d'affaires hors taxes, ce qui représente un impact très significatif sur leur rentabilité. Par ailleurs, l'ARCEP impose un cahier des charges strict à tous les opérateurs, dont certains objectifs de couverture et de qualité de service, ce qui a conduit en 2011 à la facturation d'une pénalité de 1% du CA de chaque opérateur.

Le marché des télécommunications est clairement dominé par le segment du mobile ; il est caractérisé par une concurrence marquée

Le secteur des télécommunications du Burkina Faso a connu, grâce aux investissements étrangers, un développement spectaculaire, par un accroissement significatif du parc d'abonnés. Les sous-segments de ce secteur d'activité sont la téléphonie fixe (voix), l'internet (ADSL, fibre optique et mobile), et la téléphonie mobile. ONATEL demeure l'unique opérateur de téléphonie fixe, bien que le marché soit entièrement libéralisé. L'Internet fixe est proposé par 4 fournisseurs d'accès (FAI) actifs : FASONET (marque d'ONATEL), CONNECTEO, IPSYS et ALINK. ONATEL a déployé un réseau ADSL lui permettant d'offrir des services Internet haut débit, et occupe une position dominante sur ce marché. Les opérateurs mobiles ont également commencé à offrir des services Internet mobiles à leur clientèle grâce à la technologie GPRS/EDGE. Pourtant, la téléphonie fixe et l'Internet sont encore assez peu répandus au Burkina Faso. Le segment de la téléphonie mobile, très dynamique, est quant à lui soumis à une forte concurrence. Trois opérateurs se partagent le marché, Telmob (marque d'ONATEL, 44% de part de marché), Airtel (37% de part de marché) et Telecel (19% de part de marché).

Le tableau suivant présente les principaux éléments caractéristiques (période 2010 – 2012) du marché des télécommunications au Burkina Faso:

	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010
Mobile			
Taux Pénétration	59,45%	47,28%	36,28%
Parc	9 976 105	7 682 100	5 707 850
Croissance	29,86%	34,58%	49,27%
Téléphonie Fixe			
Taux Pénétration	0,84%	0,87%	0,91%
Parc	141 358	141 529	143 963
Croissance	-0,12%	-1,69%	-5,57%
Internet			
Taux Pénétration	3,28%	2,09%	0,18%
Parc	549 997	340 025	28 741
Croissance	61,75%	1 083,06%	23,01%

Le tableau ci-Source : Autorité de régulation des communications électriques et des postes (ARCEP)

Note: Les chiffres d'Internet affichent une forte croissance à partir de 2011; ceci est dû à la prise en compte des abonnements Internet mobiles. L'internet mobile est une solution alternative qui commence à prendre de l'ampleur selon l'ARCEP.

Un quatrième opérateur doit faire son entrée sur le marché du mobile. Des discussions sont en cours pour l'attribution d'une 4^{ème} licence d'opérateur mobile, ce qui, si cela était avéré, pourrait impacter i) les parts de marché des opérateurs et ii) leur rentabilité puisqu'un tel évènement aurait un effet mécanique sur les prix. Ceci représente un risque majeur aux yeux de WARA pour la notation d'ONATEL.

Facteurs qualitatifs

Produits – Distribution – Marque

ONATEL, opérateur historique burkinabè, propose une gamme de produits complète à sa clientèle

En tant qu'opérateur historique du Burkina Faso, le groupe ONATEL possède une solide expérience dans les télécommunications. ONATEL est un opérateur global qui offre tous les services de télécommunications, à savoir téléphonie fixe, mobile et internet fixe. ONATEL est l'unique opérateur de la téléphonie fixe, le premier fournisseur d'accès à Internet et contrôle environ 44,5% du marché de la téléphonie mobile. Son parc d'abonnés mobile est en croissance permanente (+20% en 2013) et s'établit à 4,6 millions de clients. WARA note que l'activité d'ONATEL est très concentrée : tout d'abord ONATEL est un acteur intervenant uniquement sur le marché des télécoms, à quoi s'ajoute le fait que l'activité mobile à elle seule représente environ 85% des revenus d'ONATEL. Le segment du mobile représente en effet le véritable moteur de la croissance du groupe. Parmi les offres de produits, la formule prépayée contribue à plus de 98% du CA mobile.

ONATEL offre la plus large couverture réseau du Burkina Faso. Poussée par la nécessité de respecter le cahier des charges établi par l'ARCEP, ONATEL a fait de l'amélioration de la qualité de son réseau et de ses services un axe prioritaire de sa stratégie de développement. A ce titre, le développement et l'amélioration du réseau mobilisent l'essentiel des investissements. L'entreprise a ainsi investi plus de 20 milliards de FCFA en 2012 et 19 milliards de FCFA en 2013, soit respectivement 18% et 16% de son chiffre d'affaires. Le réseau mobile de Telmob s'étend sur la majeure partie du territoire et couvre plus de 92% de la population. Le réseau fixe est victime d'actes de vandalisme (vols de câbles pour en récupérer le cuivre dont il est facile d'en retirer profit). Pour faire face à ce problème, ONATEL entreprend régulièrement des opérations de sécurisation des infrastructures coûteuses (soudure et bétonnage des chambres d'installation).

ONATEL possède un réseau de distribution étendu, composé d'un réseau direct de 24 agences et de 40 bureaux de représentation (points de vente), répartis sur tout le territoire burkinabè. Par ailleurs, un réseau de distribution indirect composé de grossistes et d'entreprises fortement implantées sur l'ensemble du territoire a été mis en place. Cette stratégie de distribution permet à ONATEL de bénéficier d'un réseau de clientèle très large et de transférer une partie du risque de distribution à ses partenaires. Les produits vendus représentent en majeure partie les puces pour téléphones mobiles et les cartes de recharges prépayées. Cependant, les efforts commerciaux ont été faits au détriment de dépenses de communication, ce qui a permis au concurrent Airtel de développer une présence publicitaire très forte dans la ville de Ouagadougou et à des endroits stratégiques (comme à l'aéroport).

Bien qu'elle bénéficie d'une forte notoriété, la marque ONATEL est perçue comme vieillissante. ONATEL est en réflexion sur sa stratégie de marque pour lui donner plus de visibilité, de lisibilité et de cohérence avec ses différentes sous-marques (Telmob et Fasonet). Ainsi, 500 millions FCFA sont prévus au budget 2014 pour la mise en place d'un projet adapté au contexte actuel, pour proposer une modernisation des logos et pour renforcer la communication qui a été délaissée ces dernières années.

Gouvernance et Management

La forte intégration d'ONATEL au sein du Groupe Maroc Télîcom est un facteur positif pour sa notation. WARA note cependant que l'héritage de société publique fragilise son efficience opérationnelle

L'équipe dirigeante d'ONATEL est à la fois compétente et expérimentée. Après le changement de direction intervenu en février 2013, la direction générale a été reprise par l'ancien Directeur Administratif et Financier d'ONATEL entre 2007 et 2009, alors en poste dans une filiale du Groupe Maroc Télécom. La nouvelle direction générale, nommée au moment d'une grève au sein d'ONATEL, a su reprendre les négociations et amorcer une reprise d'activité sous 2 jours, ce qui démontre la confiance qu'elle a su instaurer dans la société.

WARA estime qu'en termes de gouvernance et de management, le fait qu'ONATEL soit fortement intégrée au sein du Groupe Maroc Télécom est un facteur très positif pour sa notation. En effet, le capital d'ONATEL est dominé par Maroc Télécom qui détient 51% d'ONATEL. L'Etat du Burkina, deuxième actionnaire, détient 26% du capital. Le reste du capital de l'entreprise se répartit entre l'actionnariat public (20% sont cotés à la BRVM) et la Société Financière Internationale (3%). Maroc Télécom apporte à ONATEL un soutien opérationnel à travers i) un contrat d'engagement de services dans le cadre de missions de cadrage budgétaire et d'un plan d'orientations stratégiques ; ii) la mise à disposition de personnel détaché de Maroc Télécom pour la réalisation de missions opérationnelles, comme la convergence des processus de toutes les filiales du groupe marocain pour plus d'efficacité ; et iii) une revue de gestion mensuelle pour toutes les directions d'ONATEL. C'est d'ailleurs dans un souci d'efficacité opérationnelle qu'ONATEL a fusionné en 2010 avec sa filiale mobile Telmob.

WARA note cependant que l'héritage du passé de société publique d'ONATEL fragilise fortement son efficience opérationnelle. Tout d'abord, un rapport des commissaires aux comptes pointe un retard dans la mise à jour indispensable des procédures, une lourdeur administrative et un manque de réactivité, traduisant un risque opérationnel pour la société. Un chantier d'actualisation de ces procédures est d'ailleurs en cours avec le soutien de Maroc Télécom. De plus, ONATEL est exposée à un risque social puisqu'une grève de plus de 10 jours survenue en février 2013 a conduit au changement de direction de la société. Avec une moyenne d'âge de 45 ans, une ancienneté moyenne de 18 ans et un sureffectif général, ONATEL reste tributaire des actions sociales de ses employés. La société peut difficilement ajuster ses besoins en personnel et le renouveler alors qu'elle fait face à un souci de maîtrise des développements technologiques récents. Pour résoudre ce problème, un plan de départ volontaire est envisagé et pourrait concerner 200 à 300 personnes sur les 1000 employées.

Positionnement concurrentiel

ONATEL domine le marché des télécommunications au Burkina Faso, mais des contraintes endogènes et exogènes impactent sa compétitivité

Unique opérateur de téléphonie fixe, premier fournisseur d'accès à Internet et contrôlant près de 44,5% du segment du mobile, le groupe ONATEL est leader sur son marché domestique. Le marché de la téléphonie mobile est soumis à une forte concurrence; c'est le segment le plus important du marché des télécommunications burkinabè. Trois opérateurs se partagent le marché : Telmob (marque d'ONATEL qui détient 44% de part de marché), Airtel (qui détient 37% de part de marché) et Telecel (qui détient 19% de part de marché.

Outre sa domination incontestable sur les segments de la téléphonie fixe et de l'internet, WARA constate qu'ONATEL a su développer trois avantages comparatifs importants qui lui permettent de renforcer son positionnement concurrentiel sur le segment du mobile : i) le développement d'une importante couverture réseau qui lui assure une présence sur la quasi-totalité du territoire burkinabè ; ii) la mise en place d'un réseau de distribution, composé d'un réseau direct et indirect, lui permettant de diffuser ses produits sur tout le

territoire ; et iii) une offre de produits très diversifiée, avec de nombreuses options et la possibilité de personnaliser les services pour les entreprises.

Outre la couverture réseau, le facteur prix est lui aussi déterminant dans la concurrence sur le marché des télécommunications. Avec Telmob, ONATEL se positionne comme un opérateur mobile avec le meilleur rapport qualité/prix. Ses tarifs sont inférieurs à ceux de son concurrent Airtel, qui taxe à la minute ; les tarifs sont aussi beaucoup plus avantageux pour les appels du réseau Telmob vers les lignes fixes puisqu'elles appartiennent à ONATEL. Telecel est moins cher que Telmob, mais reste un concurrent moins attractif pour sa couverture réseau. Il est important de noter qu'il existe peu de fidélité sur ce marché et que beaucoup de clients possèdent plusieurs cartes SIM ; il est alors indispensable de rivaliser avec de nombreuses promotions et bonus concédés pour attirer régulièrement les clients, stimuler leur consommation et les fidéliser, ce qui fait varier le prix de revient réel des services pour les clients.

WARA note cependant que deux facteurs impactent de façon négative la compétitivité d'ONATEL: i) la mission de service publique qui lui est toujours imposée par l'ARCEP (un facteur exogène), pour laquelle ONATEL doit maintenir un réseau de téléphonie fixe déficitaire et nécessitant d'important investissement de maintenance sur tout le territoire, même dans des zones très peu peuplées; ii) l'héritage du statut de société de service public lestée d'un sureffectif important (un facteur endogène), puisque les 2/3 du personnel sont alloués à l'activité déficitaire de téléphonie fixe, ce qui pénalise la rentabilité et limite les marges de manœuvre en terme de renouvellement de son personnel.

Facteurs quantitatifs

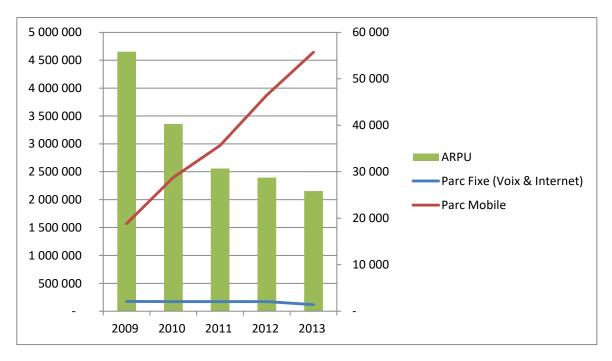
Rentabilité

La rentabilité d'ONATEL s'est fortement améliorée au cours des 3 dernières années pour atteindre un taux de marge de 16,5% en 2013, ce qui est dû à une augmentation des charges moins importante que la progression du chiffre d'affaires

Le taux de marge d'ONATEL est passé de 2,6% en 2011 à 16,5% dans les états financiers prévisionnels 2013. Cette forte amélioration est due à l'effet combiné i) d'une hausse du chiffre d'affaires de 28% sur la période, attribuable en quasi-totalité à l'activité mobile, qui représente 85% du CA, et dont le parc a affiché une croissance de 20% en 2013 pour atteindre plus de 4,6 millions de clients ; et ii) d'une stabilisation des charges d'exploitation fixes. Les charges variables concernent des redevances d'interconnexions au niveau national et international, les coûts des terminaux ainsi que des commissions reversées aux distributeurs. Les résultats très faibles de 2011 s'expliquent par la baisse de tarification imposée par le régulateur fin 2010. Etant donné le fort besoin en investissement, il est probable que le taux de marge, aujourd'hui très élevé, soit amené à baisser au cours des prochaines années pour une structure de coût similaire. En effet, le montant des amortissements, déjà élevé, mais stable, devrait augmenter en ligne avec les montants à dépenser pour la maintenance et la modernisation des infrastructures.

Le graphique ci-dessous permet de comparer l'évolution de l'ARPU (Average Return Per User, axe de droite, en FCFA) dont bénéficie ONATEL depuis 2009 avec l'évolution de son parc clients (axe de gauche en nombre de clients). Cela permet de constater que la croissance du parc mobile étant plus forte que la croissance du chiffre d'affaires d'ONATEL, l'ARPU diminue. En effet, les prix moyens de l'activité mobile sont plus faibles que les prix de la téléphonie et de l'internet fixe; ils suivent une courbe descendante, dont l'effet est contrebalancé par le solide taux de recrutement de nouveaux clients, dont ONATEL est dépendant pour





Les comptes d'ONATEL sont impactés négativement par l'activité des lignes fixes qui est déficitaire. L'ARCEP impose en effet à ONATEL, opérateur historique et ancienne société publique, de maintenir ce service à la population du Burkina Faso. Le management estime que cette activité, déficitaire de 14 milliards de FCFA en 2012 et de 12 milliards de FCFA en 2013, peut cependant être améliorée et rentabilisée avec un plan d'investissement pour installer la fibre optique sur le territoire et développer le parc de clients d'Internet fixe, aujourd'hui très faible. Ces investissements auraient aussi pour vertu de réduire les problèmes de vandalisme sur les lignes actuelles en cuivre et qui ont nécessité 5 milliards de FCFA de travaux de réparation en 2013 sur environ 10% du réseau touché.

Les charges de personnel impactent trop fortement les résultats d'ONATEL. La société estime que le personnel est composé d'un sureffectif de 200 à 300 personnes. Cependant, ONATEL reste tributaire de départs volontaires pour ajuster cette ligne de coûts étant donné le risque social important. Ceci a pour effet direct l'obligation pour ONATEL de contenir ses autres charges d'exploitation, comme celles de communication, pour maintenir de bons résultats, au risque de réduire l'efficacité commerciale de la société. Pour résoudre ce problème, le management négocie avec les partenaires sociaux un plan de départ volontaire dont les modalités sont encore à définir. Il est aussi important de noter que l'augmentation des charges de personnel de 12% constatée en 2013 concerne le versement de la prime d'ancienneté, qui a été accordée avec effet rétroactif en 2011 pour une valeur de 5 milliards de FCFA et dont le paiement est étalé sur 2013 et 2014.

Le management d'ONATEL a aussi identifié un levier d'amélioration pour les charges d'exploitation au niveau des achats. En effet, des améliorations sont possibles au niveau des processus utilisés pour effectuer les achats qui permettraient, en rationalisant et en mutualisant les besoins au sein de l'entreprise, de réaliser des économies d'échelle évaluées à 5 milliards de FCFA par an.

Liquidité

La gestion de la liquidité d'ONATEL est bonne tant que l'activité continuera de progresser ; la liquidité de ses actifs est faible puisqu'elle se compose essentiellement d'immobilisations et de créances importantes

L'activité d'opérateur télécom permet à ONATEL de générer une capacité d'autofinancement confortable, et cette dernière est principalement utilisée pour i) diminuer le montant de la dette financière qui avait atteint un niveau élevé; ii) financer les investissements nécessaires à l'entretien et au développement des infrastructures; et iii) distribuer des dividendes. ONATEL a donc pu diminuer son besoin récurrent en financements bancaires, puisque le montant des remboursements effectués est supérieur au montant des nouveaux emprunts sur toute la période étudiée (2009-2013).

Les actifs d'ONATEL sont en majorité constitués d'immobilisations corporelles et de créances : ces postes sont pour la plupart illiquides. En effet, près de 55% de l'actif du bilan représente des bureaux et des infrastructures de télécommunication. Par ailleurs, plus de 30% du bilan est composé de créances clients et autres créances, ce qui suggère un processus de recouvrement relativement lent. Certains clients utilisent des délais de paiement bien au-delà des 90 jours habituels, et ONATEL détient une créance nette sur l'Etat burkinabè de l'ordre de 1,7 milliards (dont il n'est pas prévu qu'elle soit réglée à ce jour). Cette créance est née suite au détachement temporaire de membres du personnel d'ONATEL pour gérer la centrale du gouvernement avant la privatisation d'ONATEL. Par ailleurs, le management s'est engagé dans un processus de liquidation d'une partie des stocks qui, bien que valorisée à sa juste valeur et provisionnée, s'avère être devenue obsolète.

Flexibilité financière

La flexibilité financière est bonne puisque ONATEL a réduit son taux d'endettement ces dernières années ; l'apurement de la dette est lié à la forte rentabilité et un bon niveau de cash-flows de l'entreprise

Le taux d'endettement (gearing) d'ONATEL a été ramené à un taux satisfaisant puisqu'il est passé de 59,6% en 2011 à 35,2% en 2013. Cette situation reflète les directives de Maroc Télécom qui limite l'endettement de sa filiale. Un taux de 48,6% de dette financière nette rapportée à l'EBE à fin 2013 confirme que la forte rentabilité d'ONATEL permet l'apurement rapide de ses passifs. Par ailleurs, le montant de la dette financière devrait continuer de diminuer en 2014 avec la maturation d'emprunts contractés en 2007 et 2008, ce qui devrait permettre de nouvelles distributions de dividendes. ONATEL a mis en place un indicateur (CFFO) qui lui permet de suivre le recouvrement de cash généré par son activité pour ensuite optimiser l'utilisation du levier de la dette, ce qui est très positif pour la gestion efficace de sa flexibilité financière.

La nécessité capitalistique récurrente des activités d'ONATEL réside dans un besoin constant d'entretenir et moderniser ses infrastructures. Ainsi, ONATEL prévoit d'utiliser deux leviers de financement pour réaliser son plan d'investissements, dont le déploiement de la fibre optique représente une part significative : i) sa capacité d'autofinancement générée par une activité très rentable ; et ii) la mobilisation de crédits auprès des fournisseurs d'immobilisations, ce qui permettra à ONATEL de réduire la charge d'intérêt relative à son refinancement puisqu'il est possible d'envisager des taux de 3,5% avec ce type de crédits d'investissement alors qu'un crédit bancaire couterait plus de 6%.

WARA note que le soutien de Maroc Télécom est purement opérationnel. Ainsi, même si l'actionnaire de référence d'ONATEL fournit des lettres de confort pour l'obtention de financement, il est aujourd'hui peu probable que la société apporte un soutien financier à ONATEL en cas de difficultés.

La structure capitalistique devrait être modifiée à moyen terme puisque 6% du capital devait initialement être destiné aux salariés d'ONATEL lors de son introduction en bourse en 2009. Depuis cette date, c'est l'Etat qui porte ces participations dans l'attente de la définition des modalités d'attribution des actions au personnel d'ONATEL.

Carte des Scores

FACTEL	JRS DE NOTATION INTRINSEQUE DES CORPO	RATES	Pondération	Score	Score pondéré
FACTEL	JRS ENVIRONNEMENTAUX		25%	3,88	0,97
FNI.C1	Environnement macroéconomique	EM	10%	3,30	0,33
	Maturité		3%	4,00	0,12
	Volatilité		2%	3,00	0,06
	Diversité		2%	3,00	0,06
	Soutenabilité		3%	3,00	0,09
FNI.C2	Environnement opérationnel	EO	7%	4,00	0,28
	Gouvernance systémique		3%	4,00	0,12
	Infrastructure		2%	5,00	0,10
	Information		2%	3,00	0,06
FNI.C3	Environnement sectoriel	ES	8%	4,50	0,36
	Pression concurrentielle		4%	5,00	0,20
	Degré de maturité		4%	4,00	0,16
FACTEL	JRS QUALITATIFS		40%	3,30	1,32
FNI.C4	Produits - Distribution - Marque	PM	15%	3,33	0,50
	Diversité des produits - Gamme		5%	5,00	0,25
	Distribution et parts de marché		5%	2,00	0,10
	Reconnaissance de la marque		5%	3,00	0,15
FNI.C5	Gouvernance et management	GM	15%	3,00	0,45
	Gouvernance idiosyncrasique		5%	2,00	0,10
	Qualité de la gestion stratégique		5%	3,00	0,15
	Qualité de l'exécution opérationnelle		5%	4,00	0,20
FNI.C6	Positionnement concurrentiel	PC	10%	3,70	0,37
	Compétitivité prix		3%	3,00	0,09
	Compétitivité hors-prix		3%	4,00	0,12
	Développement - Technologie - Innovation		4%	4,00	0,16
FACTEL	JRS FINANCIERS		35%	2,66	0,93
FNI.C7	Rentabilité	RE	10%	2,60	0,26
	Marge de profit		4%	2,00	0,08
	Rotation des actifs		3%	3,00	0,09
	Levier financier		3%	3,00	0,09
FNI.C8	Liquidité	LQ	10%	3,00	0,30
	Liquidité des actifs		5%	4,00	0,20
	Refinancement et gestion de la liquidité		5%	2,00	0,10
FNI.C9	Flexibilité financière	FF	15%	2,47	0,37
	Couverture des intérêts par les cashflows		8%	2,00	0,16
	Dette en années de cashflows		7%	3,00	0,21
			SCORE PON	DÉRÉ TOTAL	3,22
				EMENT	5%
			SCORE PONDÉR	É TOTAL AJUSTÉ	3,38
			NOTATION I	NTRINSÈQUE	BBB-

SP	TA	NI C
De:	A:	NI.C
1,00	1,24	AAA
1,25	1,49	AA+
1,50	1,74	AA
1,75	1,99	AA-
2,00	2,24	A+
2,25	2,49	А
2,50	2,74	A-
2,75	2,99	BBB+
3,00	3,24	BBB
3,25	3,49	BBB-
3,50	3,74	BB+
3,75	3,99	BB
4,00	4,24	BB-
4,25	4,49	B+
4,50	4,74	В
4,75	4,99	B-
5,00	5,24	CCC+
5,25	5,49	CCC
5,50	5,74	CCC-
5,75	5,99	CC/C

Facteurs de Support Externe

La notation de long terme en devise locale d'ONATEL (BBB-) ne bénéficie d'aucun cran de support externe, malgré l'actionnariat majoritaire de Maroc Télécom. Le soutien opérationnel du parent marocain est pris en compte dans la carte des scores.

Données financières et ratios

Les comptes consolidés d'ONATEL sont établis selon les normes comptables régionales, dites OHADA. Les données financières présentées ci-dessous proviennent pour l'année 2013 des états financiers **prévisionnels**, les états financiers définitifs n'étant pas disponibles à la date de la revue de WARA pour la notation d'ONATEL. Par ailleurs, les états financiers 2009 ne mentionnant pas un niveau de détail similaire aux autres années, certains indicateurs n'ont pu être calculés relativement à cette année (parties grisées).

COMPTE DE RESULTAT (en millions de FCFA)	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
		• •	• •	• •	• •
Chiffre d'affaires (CA)	97 353	103 476	96 516	116 225	123 127
Autres produits	1 917	433	52	1 235	421
PRODUITS D'EXPLOITATION	99 270	103 909	96 568	117 460	123 548
Achats de marchandises	-18 296	-37	-112	-538	-67
Variation de stocks		-36	28	-457	-6
Achats de matières premières et fournitures liées		-3 599	-4 609	-2 566	-3 542
Variation de stocks		-1 252	336	-884	480
Autres achats		-14 475	-17 963	-22 786	-24 806
Variation de stocks		-8	24	28	-63
Transports		-902	-904	-430	-372
Services extérieurs		-20 018	-20 274	-17 807	-18 772
Impôts et taxes assimilés		-1 394	-1 756	-2 954	-1 575
Autres charges	-27 478	-4 287	-3 429	-2 233	-1 489
Charges de personnel	-13 243	-12 678	-12 900	-16 979	-15 654
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	40 253	45 224	35 010	49 853	57 681
% CA	41,3%	43,7%	<i>36,3%</i>	42,9%	46,8%
Dotations aux amortissements et aux provisions	-24 413	-24 763	-27 054	-29 431	-29 795
Reprises de provisions et d'amortissements	2 475	996	63	62	1 226
Transferts de charges	3 995	1 219	708	737	1 011
RESULTAT D'EXPLOITATION	22 310	22 676	8 726	21 221	30 123
% CA	22,9%	21,9%	9,0%	18,3%	24,5%
Résultat financier	-3 199	-2 378	-2 156	-2 425	-2 229
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	-4 061	-777	346	268	132
Impôt sur le résultat	-5 066	-8 413	-4 408	-6 871	-7 666
RESULTAT NET	9 984	11 108	2 508	12 193	20 360
% CA	10,3%	10,7%	2,6%	10,5%	16,5%

BILAN (en millions de FCFA)	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
Charges Immobilisées	32	15	53	49	24
Immobilisations incorporelles	4 524	19 616	17 228	17 237	14 060
Immobilisations corporelles	126 295	129 022	128 922	120 036	112 737
Immobilisations financières	4 532	1 591	1 696	1 679	1 637
Actif circulant H.A.O.	0	4	4	0	0
Stocks	6 265	5 324	5 5 1 0	4 278	4 572
Créances et emplois assimilés	55 150	63 522	67 769	66 941	66 919
Trésorerie - Actif	11 635	9 880	6 185	7 004	7 675
Ecart de conversion et autres	0	72	312	0	0
TOTAL ACTIF	208 433	229 045	227 678	217 224	207 622
Capitaux propres	82 260	75 413	74 938	77 343	79 553
Dettes financières et ressources assimilées	49 431	42 044	32 899	36 600	31 103
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	0	21 557	27 044	14 827	11 213
Clients avances reçues	0	31	41	41	61
Fournisseurs d'exploitation	32 739	22 453	32 436	20 412	24 276
Dettes fiscales	0	20 892	13 984	10 358	5 892
Dettes sociales	0	2 898	2 772	5 676	3 624
Autres dettes	37 438	35 196	19 602	40 371	42 932
Risques provisionnés	0	4	1 099	0	300
Trésorerie - Passif	6 565	8 547	22 862	11 595	8 669
Ecart de conversion	0	8	0	0	0
TOTAL PASSIF	208 433	229 045	227 678	217 224	207 622

INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES (en millions de FCFA)	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
Capacité d'autofinancement (CAF)	35 960	35 586	29 113	41 318	49 253
Distribution de dividendes dans l'exercice	0	0	-10 200	-9 520	-18 006
Variation de BFR	-3 295	4 502	-16 221	9 295	-45
Investissements (I)	-26 099	-42 537	-24 369	-20 487	-19 308
Free Cash Flow (FCF) (1)	6 566	-2 449	-21 677	20 606	11 894
Remboursements emprunts	-12 054	-6 957	-9 906	-23 360	-18 950
Nouveaux emprunts	1 203	5 669	6 012	14 839	10 666
Augmentation de capital / Subvention	0	0	7 562	0	-12
Variation de Trésorerie	-4 285	-3 737	-18 009	12 085	3 598
Dette financière nette (2)	39 957	36 063	44 691	36 299	28 031

17

TAUX DE CROISSANCE - COMPTE DE RESULTAT (en %)	2009	2010	2011	2012	2013
Chiffre d'affaires (CA)		6,3	-6,7	20,4	5,9
Autres produits		-77,4	-87,9	2 267,3	-65,9
PRODUITS D'EXPLOITATION		4,7	-7,1	21,6	5,2
Achats de marchandises	_	-99,8	207,1	379,4	-87,5
Variation de stocks			-178,6	-1 711,3	-98,7
Achats de matières premières et fournitures liées			28,1	-44,3	38,0
Variation de stocks			-126,9	-362,9	-154,3
Autres achats			24,1	26,8	8,9
Transport			0,2	-52,4	-13,4
Services extérieurs			1,3	-12,2	5,4
Impôts et taxes assimilés			26,0	68,2	-46,7
Autres charges		-84,4	-20,0	-34,9	-33,3
Charges de personnel		-4,3	1,7	31,6	-7,8
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)		12,3	-22,6	42,4	15,7
Dotations aux amortissements et aux provisions		1,4	9,3	8,8	1,2
Reprises de provisions et d'amortissements		-59,8	-93,7	-0,7	1 866,4
Transferts de charges		-69,5	-41,9	4,1	37,2
RESULTAT D'EXPLOITATION		1,6	-61,5	143,2	41,9
Résultat financier		-25,7	-9,3	12,5	-8,1
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)		-80,9	-144,5	-22,5	-50,7
Impôt sur le résultat		66,1	-47,6	55,9	11,6
RESULTAT NET		11,3	-77,4	386,1	67,0

TAUX DE CROISSANCE - BILAN (en %)	31/12/2009 31/12/20010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
Immobilisations incorporelles	333,6	-12,2	0,1	-18,4
Immobilisations corporelles	2,2	-0,1	-6,9	-6,1
Immobilisations financières	-64,9	6,6	-1,0	-2,5
Stocks	-15,0	3,5	-22,3	6,9
Créances et emplois assimilés	15,2	6,7	-1,2	0,0
Trésorerie - Actif	-15,1	-37,4	13,2	9,6
TOTAL ACTIF	9,9	-0,6	-4,6	-4,4
Capitaux propres	-8,3	-0,6	3,2	2,9
Dettes financières et ressources assimilées	14,9	-21,8	11,2	-15,0
Clients avances reçues		31,9	0,0	47,0
Fournisseurs d'exploitation	-31,4	44,5	-37,1	18,9
Dettes fiscales		-33,1	-25,9	-43,1
Dettes sociales		-4,3	104,8	-36,1
Autres dettes	-6,0	-44,3	106,0	6,3
Trésorerie - Passif	0,0	0,0	0,0	-25,2
TOTAL PASSIF	9,9	-0,6	-4,6	-4,4

RATIOS	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
Rentabilité					
Marge de profit (RN/CA) en %	10,3	10,7	2,6	10,5	16,5
Rotation des actifs (CA/TA) en %	46,7	45,2	42,4	53,5	59,3
Levier financier (TA/FP) en %	253,4	303,7	303,8	280,9	261,0
Retour sur fonds propres (RN/FP) en %	12,1	14,7	3,3	15,8	25,6
ROA (RN/TA) en %	4,8	4,8	1,1	5,6	9,8
Charges d'exploitation/Produits d'exploitation en %	77,5	78,2	91,0	81,9	75,6
Liquidité					
Ratio de liquidité générale (AC/PC) en %	87,5	66,8	75,6	77,7	81,0
Ratio de liquidité de l'actif (AC/TA) en %	29,5	30,1	32,2	32,8	34,4
Couverture des stocks (en jours d'achats)	123,3	98,8	89,0	56,6	58,8
Rotation des stocks (en nombre de fois / an)	2,9	3,6	4,0	6,4	6,1
Délais clients (en jours de CA) (3)	172,8	187,3	214,2	175,7	165,8
Délais fournisseurs (en jours d'achats) (3)	102,6	66,2	102,5	53,6	60,2
Flexibilité financière					
Gearing (Dette financière nette/FP) en %	48,6	47,8	59,6	46,9	35,2
Couverture des charges d'intérêt (EBE/intérêts financiers)	10,9	18,3	13,7	22,0	34,2
Dette financière nette/EBE en %	99,3	79,7	127,7	72,8	48,6

Notes

Flux libres de tout engagement opérationnel pouvant servir la dette

(2) Dette financière nette = Dette financière + trésorerie passif - trésorerie actif

(3) Taux de TVA utilisé 18%

CAF = Capacité d'autofinancement

RN = Résultat Net

CA = Chiffre d'affaires

TA = Total Actif

FP = Fonds Propres

AC = Actif Circulant

PC = Passif Circulant

19

Les autres publications de WARA

- Carte d'identité : Coris Bank International Mars 2014
- Analyse: Coris Bank International Mars 2014
- Carte d'identité : Filtisac Novembre 2013
- Analyse : Filtisac *Novembre 2013*
- Carte d'identité : Port Autonome de Dakar Septembre 2013
- Analyse : Port Autonome de Dakar Septembre 2013
- Carte d'identité : CFAO Motors Septembre 2013
- Analyse : CFAO Motors Septembre 2013
- Carte d'identité : Groupe SIFCA Mai 2013
- Analyse : Groupe SIFCA Mai 2013
- Carte d'identité : SAPH Mars 2013
- Analyse : SAPH Mars 2013

Ces documents sont accessibles sur le site Internet de West Africa Rating Agency: www.rating-africa.org

© 2014 Emerging Markets Rating (EMR) & West Africa Rating Agency (WARA). Tous droits réservés. WARA est une Agence de Notation de l'UEMOA agréée par le CREPMF.

La notation de crédit est une opinion sur la capacité et la volonté d'un émetteur à faire face au remboursement de ses obligations financières, et non une quelconque appréciation de la valeur des actions de cet émetteur. Il est rappelé qu'il peut être risqué pour un investisseur de fonder sa décision d'investissement sur la seule notation de crédit.

La compréhension des méthodologies et échelles propres à WARA est essentielle pour mesurer la portée des opinions présentées dans les rapports. Il est vivement recommandé aux lecteurs des rapports de se rapporte de WARA aux fins d'en obtenir copie.

Toutes les informations contenues dans nos rapports ont été obtenues à partir de sources considérées comme fiables. Cependant, étant donné la possibilité d'erreurs humaines ou d'autres aléas, toute information est présentée « en l'état » et sans aucune garantie que ce soit. WARA met tous les moyens à sa disposition pour vérifier la qualité de l'information utilisée pour délivrer une notation. WARA n'étant pas un réviseur de comptes, aucune garantie d'exhaustivité ne peut être fournie. En aucun cas WARA ne pourrait être tenu responsable et redevable à une personne ou une entité pour une quelconque perte réalisée suite à l'émission d'un de ses rapports ; chaque utilisateur de nos rapports est pleinement responsable de l'interprétation qu'il fera des opinions présentées. Ce rapport ne constitue en aucun cas un conseil de vendre, garder ou acheter un quelconque titre de créance.

Auteurs:

Fabien PAQUET, Analyste Senior

Ahmed DURAN, Analyste

